

Técnicas Reunidas 2T20: presión en márgenes y caja neta.

Jueves, 29 de julio de 2020

Resultados 2T20 quedan por debajo de nuestras estimaciones y las de consenso tanto en ingresos, -29% i.a. (vs -23% R4e y consenso) como en margen EBIT que cae hasta 1% (vs R4e 1,1% y consenso 1,5%, desde 2% en 1T20), por los gastos extraordinarios derivados del Covid19 y el menor apalancamiento operativo ante el mayor diferimiento de los ingresos (retrasos en ejecución por aplicación de cláusulas de fuerza mayor, pero sin cancelación de proyectos).

Sin adjudicaciones en 2T20, en línea con lo esperado, dado el frenazo provocado por el Covid, si bien en el 1S20 acumula 1.900 mln eur del contrato con Sonatrach conseguido en 1T20. La cartera de pedidos se sitúa en 10.115 mln eur (vs 9.911 mln eur R4e y 10.915 mln eur en 1T20), más de 2 años de ventas estimadas. Ayer anunció un pequeño proyecto medioambiental para Saudi Aramco por 68 mln eur (80 mln USD) que se contabilizará en 3T20.

Caja neta cae con fuerza hasta 154 mln eur (-63% vs 419 mln eur 1T20 y -35% vs consenso 237 mln eur), debido a los movimientos en el circulante por la reprogramación de pagos de clientes debido al Covid-19 y después de dos trimestres (4T19-1T20) especialmente positivos por una buena evolución del fondo de maniobra, y en la medida en que dicha mejora no era sostenible dado tanto las exigentes condiciones de pago de los clientes (en modo protección de caja) como la necesidad de apoyo a algunos proveedores. No se ha recibido ningún pago por inicio de proyecto (downpayment) en el trimestre. No estimamos una mejora recurrente hasta que se vaya reduciendo el peso del negocio en Oriente Medio (>70%), donde las condiciones de pago de los clientes seguirían pesando.

Esperamos reacción negativa de la cotización. En la conferencia (16h), la atención seguirá en la visibilidad que puedan dar sobre el impacto previsto del Covid-19 (no esperamos que se retome aún la guía) y sus potenciales implicaciones a corto y medio plazo, tanto en términos de adjudicaciones, como de ventas, márgenes y evolución del circulante y por derivada de la caja. En el actual entorno, hemos ajustado a la baja nuestras estimaciones de ingresos hasta 4.300 mln eur (-13% vs anterior y -20% vs guía 2020, consenso 4.705 mln eur) ante el previsible retraso en el reconocimiento de ingresos por el Covid 19 (diferimiento por cláusula de fuerza mayor, pero no cancelación). Asimismo, asumimos un escenario más conservador en términos de recuperación de margen EBIT (2020e 1,7%e vs 2,9%e anterior y >3% de guía 2020 pre Covid, consenso 2020 2,4%e, y mantenemos 3,5% a medio plazo a medida que se van completando proyectos menos rentables y se inician nuevos contratos a mejores márgenes.) por el efecto de los gastos extraordinarios derivados de las medidas de seguridad y el menor apalancamiento operativo ante los menores ingresos esperados. En términos de adjudicaciones adoptamos también una visión más prudente en el corto plazo, estimando cierto retraso en la resolución de algunos proyectos, revisando adjudicaciones para 2020e hasta 2.500 mln eur (vs 3.000 mln eur anterior y 4.400 mln eur pre Covid), aunque simplemente difiriéndolas hasta 2021, que elevamos de 3.500 a 4.000 mln eur, en la medida en que no esperamos grandes variaciones en el pipeline, en torno a 40.000 mln eur para los próximos 2 años, al tener exposición a segmentos que siguen creciendo: refino, petroquímica, gas natural, Oriente Medio). Con esto, nuestro nuevo precio objetivo se sitúa en 20,9 eur/acc (-16% vs 25 eur anterior). En positivo, una buena base de crecimiento a medio plazo con una cartera de pedidos sólida (joven -mayoritariamente en fase de ingeniería y aprovisionamiento- y con buena exposición geográfica -en torno al 70% en Oriente Medio, menos afectado por confinamiento y con mayor resiliencia en el capex -), una correcta ejecución de los nuevos proyectos y el apoyo de medidas de eficiencia.

 <small>TECNICAS REUNIDAS</small>	Mantener
---	-----------------

(mln de euros)			Real vs					2020		
	2T19	2T20	Var %	R4E	consenso	2019	2020 R4E	Var %	consenso	Var %
Ingresos	1.302	929	-28,6%	-7,5%	-6,9%	4.707	4.300	-8,6%	4.705	0,0%
EBITDA	27	21	-21,9%	-1,8%	-	110	117	6,3%	-	-
Margen EBITDA	2,0%	2,2%	0,19pp	0,1pp	-	2,3%	2,7%	0,38pp	-	-
EBIT	17	9	-44,0%	-14,9%	-36,5%	68	74	8,9%	113	65,1%
Margen EBIT	1,3%	1,0%	-0,28pp	-0,1pp	-0,5pp	1,4%	1,7%	0,28pp	2,4%	0,94pp
Beneficio neto	10	5	-53,5%	34,8%	-33,3%	-10	39,1	nr	65,0	-
Cartera de pedidos	8.781	10.115	15,2%	2,1%	-	10.026	8.226	-18,0%	-	-
Caja neta	250	154	-38,4%	-	-34,9%	371	250	-	277	-25,4%
Caja Neta/EBITDA (x)						3,4	2,1			

Primeras Impresiones

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4 Banco, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 Banco no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante de Renta 4 Banco o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Renta 4 Banco puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Renta 4 Banco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 Banco. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. Natalia Aguirre Vergara

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 46% Sobreponderar, 44% Mantener y 10% Infraponderar.